

ANALISIS RESPONSIVITAS BURSA SYARIAH OLEH VARIABEL MAKRO EKONOMI

Yoghi Citra Pratama*

Abstract: *Sharia Stock Responsiveness Analysis Based on Macro Economic Variables.* The objectives of this study are to analyze the stock response because of M2, exchange rate Rupiah to Dollar and Rate of SBI. The data used in this study is monthly time series data from January 2006-May 2012. Those variables are JII, M2, exchange rate Rupiah to Dollar and Rate of SBI. Research method used in this study is Vector Error Correction Model (VECM). The cointegration test indicates that among research variabels there is long term equilibrium and simultaneous relationship. The Empirical result of Impulse Response show that the effect of SBI discount rate and M2 is negative and the effect of exchange rate is positive. The result on variance decomposition test, show that the most effect of JII shock is influenced by JII itself.

Keywords: sharia stock, macro economic, SBI

Abstract: *Analisis Responsivitas Bursa Syariah Berdasarkan Variabel Makro Ekonomi.* Tujuan dari penelitian ini untuk menganalisis respon stok karena M2, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar dan Tingkat SBI. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data serial, mulai dari Januari 2006-Mei 2012. Variabel tersebut adalah JII, M2, nilai tukar Rupiah terhadap Dollar dan Tingkat SBI. Metode penelitian yang digunakan adalah Vector Error Correction Model (VECM). Uji kointegrasi menunjukkan di antara variabel penelitian terdapat keseimbangan jangka panjang dan hubungan simultan. Hasil empiris menunjukkan Respon Impulsi bahwa pengaruh tingkat diskonto SBI dan M2 adalah negatif dan pengaruh nilai tukar positif. Hasil pengujian dekomposisi varians, menunjukkan efek yang paling besar dari JII dipengaruhi oleh JII sendiri.

Kata Kunci: bursa syariah, makro ekonomi, SBI

Naskah diterima: 15 Desember 2011, direvisi: 2 Juni 2012, disetujui: 7 Juni 2012.

* Fakultas Ekonomi dan Bisnis, UIN Syarif Hidayatullah Jakarta. Jl. Ir. H. Juanda 95, Ciputat, Jakarta. Email: yoghi@uinjkt.ac.id

Pendahuluan

Keberadaan bursa efek dalam ekonomi Islam hampir sama dengan ekonomi konvensional yaitu untuk memfasilitasi pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang kelebihan dana. Dalam ekonomi Islam di mana memberikan bunga dilarang dan ada partisipasi langsung dalam bisnis dengan risiko dan keuntungan yang dibagi, kehadiran pasar modal yang berfungsi dengan baik sangat penting.¹

Dalam upaya mewujudkan terciptanya investasi berdasarkan syariah dan pengembangan pasar modal syariah, maka Bursa Efek Jakarta (BEJ) bersama dengan PT. Danareksa Investment Management (DIM) telah meluncurkan indeks saham syariah atau yang kita kenal dengan Jakarta Islamic Index (JII) pada tahun 2000. Peluncuran JII dimaksudkan untuk digunakan sebagai tolok ukur (*benchmark*) untuk mengukur kinerja suatu investasi pada saham dengan basis syariah dan diperuntukkan kepada investor yang ingin menanamkan modal sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Tahun 2008 sampai dan tahun 2009 merupakan tahun yang penuh tantangan bagi sistem keuangan tidak terkecuali bagi sistem keuangan syariah, baik domestik maupun global karena pada tahun tersebut dunia dilanda oleh krisis keuangan global. Krisis yang bermula dari *subprime mortgage* di Amerika Serikat telah mengganggu stabilitasi sistem keuangan global, yang efeknya bahkan sampai ke negara-negara di Asia Tenggara, termasuk Indonesia. Selain itu juga krisis global juga mengakibatkan kontraksi pada sistem ekonomi makro Indonesia. Di mana pertumbuhan ekonomi menurun dari 6,3% pada akhir 2007 menjadi 6,1% pada akhir 2008.²

Tabel 1.1
Perkembangan JII, KURS, M2, dan Suku Bunga SBI

Tahun	JII	M2(miliar)	Kurs	SBI (%)
2006	311.28	1382493	9020	9.75
2007	493.01	1649662	9419	8
2008	216.19	1895839	10950	10.83
2009	417.18	2073860	9365	6.45
2010	532.9	2471206	8991	6.26
2011	537.03	2877220	9068	5.04
2012 (Mei)	525.05	2992057	9565	4.24

Sumber: Bank Indonesia dan Yahoo Finance

¹ Veitzhal Rivai Dkk, *Islamic Financial Management*, (Jakarta: Ghalia Indonesia, 2010).

² Bank Indonesia, www.bi.go.id

Dari tabel 1.1 di atas terlihat bahwa guncangan terbesar JII terjadi pada tahun 2008 di mana JII mencapai nilai terendahnya dalam tiga tahun terakhir yaitu sebesar 216.19 hal ini diindikasikan karena JII juga ikut terimbas dari dampak krisis keuangan global yang terjadi di Amerika Serikat. Variabel makro lainnya juga ikut berkontraksi di mana rupiah mencapai titik terendahnya yaitu Rp 10950 per dollar AS pada tahun 2010 dan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) mencapai titik tertingginya yaitu 10.83%. Hanya variabel Jumlah Uang beredar dalam arti luas (M2) yang konsisten mengalami pertumbuhan. Ada pola yang sama dari variabel JII, suku bunga SBI dan Kurs berdasarkan tabel di atas, yaitu mereka mengalami guncangan pada tahun 2008 akibat dari krisis keuangan global.

Keterkaitan variabel makro dengan indeks saham, banyak dijelaskan oleh penelitian-penelitian sebelumnya seperti dalam penelitian Andreas Humpe dan Peter Macmillan³, yang menganalisis kointegrasi hubungan jangka panjang antara harga saham dan *money supply* di Amerika Serikat dan Jepang. Hasil penelitian menunjukkan di Jepang, harga saham dipengaruhi secara positif oleh sektor industri dan dipengaruhi negatif oleh *money supply*. Selain itu sektor industri dipengaruhi secara negatif oleh indeks harga konsumen dan suku bunga jangka panjang. Sedangkan di Amerika Serikat, harga saham mempunyai hubungan yang positif dengan sektor industri dan berpengaruh negatif terhadap indeks harga konsumen dan suku bunga jangka panjang.

Manurung, dalam penelitiannya mengatakan bahwa ada lima variabel yang menjelaskan indeks BEJ secara signifikan, yakni tingkat suku bunga, kurs dollar, inflasi, transaksi berjalan, dan perubahan uang beredar.⁴

Perubahan atau berfluktuasinya variabel ekonomi makro akan mengubah kondisi ekonomi makro suatu negara. Hal ini tercermin dalam kondisi saat ini di mana pada saat krisis global yang menghampiri Indonesia pada akhir tahun 2008, telah membuat pelbagai indikator makro berkontraksi. Perubahan ini akan membawa pelbagai macam dampak bagi perekonomian negara tersebut, antara lain *multiplier effect*-nya terjadi pada pertumbuhan aset, *saving*, investasi, dan aktivitas pasar modal.

³ Humpe, Andreas & Macmillan, Peter.(2007). *Can Macroeconomic Variables Explain Long Term Stock Market Movements? A Comparison of the US and Japan*. CDMA Working Paper No. 07/20. University of Saint Andrews.

⁴ Adler Haymans Manurung, *Pengaruh Variabel Makro, Investor Asing, Bursa yang Telah Maju Terhadap Indeks BEJ*, (Jakarta: Tesis Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Indonesia, 1996).

Dalam ekonomi konvensional fungsi investasi dipengaruhi oleh variabel makro, terutama suku bunga, dengan pendekatan ekonomi konvensional selain investasi bersifat *autonomous*, maka terdapat pula investasi yang dipengaruhi oleh variabel suku bunga atau *interest*. Terdapat pelbagai macam instrumen variabel makroekonomi lainnya seperti inflasi, dan *kurs* yang sangat berhubungan erat dengan *interest*.⁵

Variabel makro seperti kurs atau valuta asing merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat yang memiliki kelebihan dana. Dengan melakukan investasi dalam bentuk valas investor dapat memperoleh keuntungan dari terjadinya kenaikan kurs. Kurs valas juga dapat memengaruhi arus kas perusahaan yang pada akhirnya dapat memengaruhi JII. Bagi perusahaan yang sudah *go public* yang mempunyai orientasi ekspor dengan suplai bahan baku lokal, maka apabila terjadi apresiasi mata uang asing akan memberikan keuntungan bagi perusahaan tersebut. Dengan jumlah valas yang sama perusahaan akan memperoleh jumlah mata uang lokal yang lebih banyak apabila dikonversikan.⁶

Metodologi

Penelitian ini merupakan jenis penelitian deskriptif- korelasional (kausal) yang akan menjelaskan adakah hubungan dan seberapa besar pengaruh tiap-tiap variabel bebas yaitu variabel makro ekonomi (M2, Kurs, Suku Bunga SBI) terhadap variabel terikatnya yaitu Jakarta Islamic Index (JII). Apakah pengaruhnya positif atau negatif. Penelitian deskriptif merupakan penjelasan karakteristik, mengetahui profil, dan menjelaskan aspek yang relevan dari fenomena terhadap objek penelitian.⁷

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *multi regression* (MR) dengan pendekatan *vector error correction model* (VECM), yang bertujuan untuk melihat hubungan jangka pendek dan menggunakan uji kointegrasi untuk melihat indikasi adanya hubungan jangka panjang. Analisis data dilakukan dengan bantuan aplikasi komputer berupa program *E-views 6*.

Pengujian VECM baru dapat dilakukan bila terdapat indikasi adanya hubungan jangka panjang dengan menggunakan uji kointegrasi. Variabel-

⁵ Alfian Merancia, *Pengaruh Variabel Makro Ekonomi dan Indeks Regional terhadap Risiko Jakarta Islamic Index (JII) dan Indeks Harga Saham Gabungan(IHSG)*, Jakarta: Tesis Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Indonesia, 2010.

⁶ Utami Baroroh, *Analisis Pola Dampak Dinamis Return Saham Akibat Guncangan (Shock) pada Variable Makro Ekonomi Indonesia*. Jakarta: Jurnal Esensi Vol. 2 FEB UIN, 2011.

⁷ Mustafa Edwin Nasution dan Hardius Usman, *Proses Penelitian Kuantitatif*, (Jakarta: LP-FEU, 2007).

variabel dikatakan terkointegrasi bila stasioner pada ordo yang sama. Untuk menguji kestasioneran data, maka pada penelitian ini digunakan *augmented dickey fuller* (ADF) Test. Dalam ADF test dilakukan dengan menambah (*augmenting*) nilai lag pada variabel dependen. Secara spesifik, tes ADF mengikuti persamaan berikut ini: $\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \sum \alpha \Delta Y_{t-1} + \epsilon_t$.

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah data natural log (ln) dari variabel-variabel tersebut kecuali variabel yang sudah dalam dalam satuan presentase. Transformasi ini berguna untuk memecahkan persamaan yang tidak diketahui yang merupakan pangkat dari variabel lain. Model log-log yaitu model yang menyatakan ukuran elastisitas Y terhadap X, yaitu ukuran persentasi perubahan dalam Y bila diketahui perubahan persentasi X. dengan model $\ln_Y = \alpha + \beta \ln_x + \epsilon$.

Model logaritma merupakan suatu ukuran pertumbuhan (growth rate) bila $\beta > 0$ atau merupakan suatu ukuran penyusutan (decay) bila $\beta < 0$. Oleh karena itu model ini juga disebut dengan model pertumbuhan.⁸

Model yang digunakan adalah: $\text{Model.ln_JII} = \alpha + \ln_KURS + \ln_M2 + \text{SBI} + \epsilon$

Keterangan:

Ln_JII	= pertumbuhan Jakarta Islamic Indeks
Ln_Kurs	= perubahan Kurs rupiah terhadap dollar AS
Ln_M2	= pertumbuhan Jumlah uang Beredar dalam arti Luas
SBI	= Suku Bunga SBI
α	= <i>intercept</i> atau konstanta
β	= koefisien regresi 1...4
ϵ	= <i>standard error</i>

Analisis dan Pembahasan

Uji Akar Unit (Unit Root Test)

Pada tahap pertama karekteristik data diuji dengan menggunakan uji akar unit. Uji akar unit diperlukan untuk mengetahui kestasioneran data. Menurut Gujarati, kestasioneran data terpenuhi apabila satu rangkaian data runut waktu (*time series data*) memiliki rata-rata (*mean*) dan varian (*variance*) yang konstan sepanjang waktu, selain itu nilai kovarian (*covariance*) antar dua periode waktu hanya tergantung pada jarak atau lag dua periode waktu tersebut dan tidak tergantung pada waktu. Semua data yang digunakan dipilih dalam bentuk loga-

⁸ N.D. Nachrowi & H. Usman, *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*, (Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2006).

ritma natural (*In*) kecuali data yang berbentuk persen, salah satu alasannya adalah untuk menyederhanakan analisis.

Pengujian kestasioneran data time series merupakan syarat utama dalam melakukan uji kointegrasi, bila satu data time series tidak stasioner maka model tersebut akan mengalami masalah *unit root*, sehingga dalam mengatasinya dilakukan uji *unit root* (*unit root test*).

Dalam penelitian ini uji akar unit dilakukan dengan menggunakan metode *augmented dickey fuller test* (ADF test). Variabel yang memiliki nilai lebih kecil dibandingkan dengan *Mc Kinnon*-nya maka variabel tersebut telah stasioner. Pengujian akar unit juga dapat ditentukan oleh nilai *critical value*-nya, apabila nilai ADF-nya lebih besar dari nilai *critical value*-nya maka variabel tersebut stasioner, sebaliknya apabila jika nilai ADF-nya lebih kecil dari nilai *critical value* 5% maka data tersebut tidak stasioner.

Hasil dari pengujian akar unit dapat dilihat dari tabel berikut:

Tabel 3.1
Uji Augmented Dickey Fuller

No	Variabel	Level		Ho = Tidak stasioner Ha = Stasioner
		ADF test	CV 5%	
1	LNJII	-1.953144	-2.900670	Tidak stasioner
2	LNKURS	-1.957714	-2.900137	Tidak stasioner
3	LN M2	-0.006858	-2.900137	Stasioner
4	SBI	-1.939692	-2.900670	Tidak Stasioner

Tabel di atas menunjukkan hasil uji akar unit dengan menggunakan ADF Test. Data tabel di atas diketahui tiga variabel tidak stasioner pada tingkat level, hanya satu variabel yang stasioner pada tingkat level yaitu variabel M2, hal tersebut ditunjukkan oleh nilai ADF > CV 5%. Dengan kata lain tiga variabel mengalami masalah akar unit, oleh karena itu perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama, dan karena semua variabel harus berada pada derajat integrasi yang sama, maka variabel M2 juga harus diuji lagi pada derajat pertama.

Tabel 3.2
Uji Aumented Dickey Fuller (First Diffrencing)

No	Variabel	Level		Ho = Tidak stasioner Ha = Stasioner
		ADF test	CV 5%	

1	LNJII	-6.315602	-2.900670	Stasioner
2	LNKURS	-7.319622	-2.901217	Stasioner
3	LNMM2	-8.422117	-2.901217	Stasioner
4	SBI	-4.494539	-2.900670	Stasioner

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai ADF lebih besar dari nilai *critical value*, maka data dari variabel di atas dapat disimpulkan sudah stasioner secara keseluruhan.

Penetapan Lag Optimal

Tahap berikutnya adalah penetapan lag optimal. Penetapan lag optimal sangat penting karena variabel independen yang digunakan tidak lain adalah lag dari variabel endogennya. Penetapan lag optimal dilakukan dengan berdasarkan pada nilai *schwartz information criterion* (AIC). Pemilihan lag optimal dilakukan sebelum uji kointegrasi, hal ini penting dilakukan sebelum mengestimasi model *vector autoregressive* (VAR) (Gujarati, 2007). Pemilihan panjang lag optimal dalam model VAR terutama untuk menghindari adanya serial korelasi antara *error term* dengan variabel endogen dalam model yang dapat mengakibatkan estimator menjadi tidak konsisten. Untuk menetapkan lag optimal dapat dilakukan dengan menggunakan nilai *akaike information criteria* (AIC), *final prediction error* (FPE), *hannan-quinn information criterion* (HQ), dan *schwarz information criteria* (SC) yang terkecil.

Tabel 3.3
Uji Lag Length

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	49.22606	NA	3.23e-06	-1.292173	-1.163688	-1.241137
1	411.0062	671.8774	1.65e-10	-11.17161	-10.52918	-10.91643
2	445.3054	59.77851*	9.86e-11*	-11.69444*	-10.53807*	-11.23511*
3	460.4937	24.73536	1.02e-10	-11.67125	-10.00094	-11.00778
4	474.9733	21.92614	1.09e-10	-11.62781	-9.443555	-10.76020
5	483.8585	12.43934	1.39e-10	-11.42453	-8.726334	-10.35277
6	503.6388	25.43183	1.31e-10	-11.53254	-8.320402	-10.25664
7	520.6680	19.94851	1.38e-10	-11.56194	-7.835866	-10.08190

Dalam penelitian ini besarnya lag yang dipilih adalah berdasarkan nilai SC terkecil. Dan dari tabel di atas diketahui bahwa semua tanda bintang menunjukkan pada lag 2. Hal ini menunjukkan bahwa lag optimal yang direkomendasikan adalah lag 2.

Uji Kausalitas Granger

Uji Kausalitas Granger dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan dua arah antar variabel.

Tabel 3.4
Rangkuman Hasil Uji Kausalitas Granger

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KURS does not Granger Cause JII	75	2.40562	0.0976
JII does not Granger Cause KURS		5.98765	0.0040
M2 does not Granger Cause JII	75	1.43429	0.2452
JII does not Granger Cause M2		0.96833	0.3847
SBI does not Granger Cause JII	75	2.87989	0.0628
JII does not Granger Cause SBI		3.50535	0.0354
M2 does not Granger Cause KURS	75	0.55596	0.5760
KURS does not Granger Cause M2		4.33915	0.0167
SBI does not Granger Cause KURS	75	0.45862	0.6340
KURS does not Granger Cause SBI		2.17679	0.1210
SBI does not Granger Cause M2	75	0.12504	0.8827
M2 does not Granger Cause SBI		4.42245	0.0155

Dari uji kausalitas Granger di atas dapat disimpulkan bahwa ada variabel yang memiliki hubungan dua arah yaitu kurs dengan JII, dan SBI dengan JII, hal ini mengindikasikan bahwa fluktuasi kurs dan JII saling memengaruhi. Serta antara SBI dan JII juga saling memengaruhi hal ini sesuai dengan teori preferensi likuiditas dari Keynes, yaitu apabila otoritas moneter melakukan kebijakan melalui jalur SBI dengan meningkatkan suku bunga SBI maka masyarakat akan lebih banyak mengalokasikan dana nya dalam bentuk tabungan.

Uji Kointegrasi

Salah satu pendekatan yang dapat digunakan dalam uji kointegrasi adalah dengan metode Johansen. Uji kointegrasi metode Johansen digunakan dalam uji kointegrasi dengan model multivariat. Uji ini dapat dianalisis melalui model VAR dengan ordo P yang ditunjukkan dengan persamaan:

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + B \Pi_t + \epsilon_t$$

Di mana:

Y_t : vector-k pada variabel-variabel yang tidak stasioner

Π_t : vector-d pada variabel deterministik

ϵ_t : vector inovasi

Tabel 3.5
Uji Kointegrasi Johannsen

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized	Trace		0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.388189	69.82480	63.87610	0.0145
At most 1	0.213322	32.97495	42.91525	0.3377
At most 2	0.114500	14.97971	25.87211	0.5762
At most 3	0.075153	5.859514	12.51798	0.4784

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized	Max-Eigen		0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.388189	36.84985	32.11832	0.0122
At most 1	0.213322	17.99524	25.82321	0.3776
At most 2	0.114500	9.120193	19.38704	0.7120
At most 3	0.075153	5.859514	12.51798	0.4784

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Berdasarkan uji kointegrasi di atas data variabel pada model, yang ditunjukkan pada tabel di atas terdapat satu persamaan kointegrasi pada taraf signifikan 5%. Hal ini ditunjukkan dari nilai *trace* dan *max eigen* yang lebih besar dari nilai *critical value*-nya. Maka antar variabel JII dengan M2, Kurs, dan SBI, memiliki sifat *linear combination* yang bersifat stasioner (kointegrasi). Adanya kointegrasi menunjukkan terdapat hubungan jangka panjang antarvariabel tersebut.

Estimasi VECM

Perilaku dinamis dari model VECM dapat dilihat melalui respons dari setiap variabel endogen terhadap kejutan pada variabel tersebut maupun terhadap variabel endogen lainnya. Ada dua cara untuk dapat melihat karakteristik dinamis model VECM, yaitu melalui IRF function dan Variance Decomposition. Sebelum mengaplikasikan dan menganalisis model VECM, maka perlu ditentukan panjang lag. Lag optimal jika model memiliki akaike AIC dan Schwartz SC yang terkecil, tetapi metode ini memiliki kelemahan yaitu seringkali terjadi setiap pengurangan lag akan menghasilkan nilai akaike AIC dan Schwartz SC yang lebih

kecil. Adanya kelemahan ini didasarkan pada pendekatan stok yaitu $k = N1/3$, maka lag yang digunakan adalah lag 2.

Impulse Response Function

Impulse response adalah respons variabel endogen akibat adanya inovasi (kejutan) dari variabel endogen yang lain. Dengan menggunakan *analisis impuls response* dapat disimulasikan dampak perubahan salah satu variabel independen terhadap fluktuasi variabel dependennya pada masa yang akan datang.

Hasil pengolahan *impuls response* pada gambar di atas yaitu pada kolom kedua baris pertama menunjukkan pada awalnya variabel makro Kurs tidak direspons oleh JII namun pada periode kedua dan seterusnya menunjukkan bahwa JII merespons kurs secara positif. Pada kolom ketiga baris pertama M2 pada awalnya tidak direspons oleh JII namun pada periode kedua JII merespons guncangan M2 secara negatif dan cenderung membawa JII pada respons positif dalam keseimbangan jangka panjangnya. Pada kolom keempat baris pertama SBI pada awalnya tidak direspons oleh JII namun pada periode kedua JII merespons guncangan SBI secara negatif. Pada umumnya variabel di atas memberikan kecenderungan membawa JII pada titik keseimbangan baru.

Variance Decomposition

Analisis *dekomposisi varian* berfungsi untuk mengetahui setiap besarnya peran guncangan dalam menjelaskan variabilitas atau dinamika suatu variabel. Dinamika suatu variabel dapat dianalisis dengan menggunakan dekomposisi ragam kesalahan peramalan yang di orthogonalisasi (Orthogonalized forecast error variance decomposition/FEVD). Dekomposisi varian merupakan metode lain dari sistem dinamik dengan menggunakan analisis VAR/VECM. Jika respons terhadap guncangan menunjukkan efek dari sebuah kebijakan (*shock*) variabel endogen terhadap variabel lain maka dekomposisi varian (ragam peramalan), akan menguraikan inovasi pada sebuah variabel endogen terhadap guncangan variabel lain di dalam VAR.

Tabel 3.7
Hasil Uji Variance Decomposition

Variance Decomposition of DJII:					
Period	S.E.	DJII	DKURS	DM2	DSBI
1	0.078458	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.127031	95.99291	1.813326	1.826217	0.367550
3	0.166712	91.76560	4.480034	1.946479	1.807889

4	0.200719	89.16557	5.683611	1.458542	3.692279
5	0.234040	87.06212	6.624655	1.190235	5.122991
6	0.266132	85.47390	7.553440	1.049542	5.923119
7	0.295153	84.35614	8.356635	0.904522	6.382701
8	0.321129	83.61329	9.017798	0.790111	6.578805
9	0.344472	83.21111	9.522714	0.707423	6.558755
10	0.365358	83.05459	9.895045	0.642789	6.407576

Tabel di atas menjelaskan tentang *variance decomposition* dari variabel DJII, yaitu variabel apa saja dan seberapa besar variabel tersebut memengaruhi variabel DJII. Pada periode pertama variabel DJII dipengaruhi oleh variabel itu sendiri (100%). Namun pada periode selanjutnya pengaruh DJII terhadap DJII itu sendiri berkurang. Pada periode kedua variabel yang terbesar memengaruhi variabel DJII selain variabel DJII itu sendiri adalah DM2 yang memberikan pengaruh sebesar 1,82% periode selanjutnya pengaruh DJII berkurang secara bertahap terhadap variabel itu sendiri, hingga pada periode ke-10 pengaruh DJII terhadap dirinya sendiri menjadi 83,05%, variabel yang memengaruhi DJII terbesar kedua pada periode ke-10 adalah variabel DKurs yang memiliki pengaruh sebesar 9,89% dan yang memberikan pengaruh terkecil pada DJII adalah DM2 yang memberikan pengaruh sebesar 0,64% .

Penutup

Hasil pengolahan *impuls respon function* pada gambar di atas menunjukkan secara umum tersebut menunjukkan bahwa pengaruh variabel makro yang di-*proxy*-kan oleh M2, kurs dan suku bunga SBI tidaklah besar. Pada umumnya variabel di atas memberikan respons negatif terhadap JII dan hanya kurs yang direspons positif oleh JII serta memiliki kecenderungan membawa JII pada titik keseimbangan baru.

Berdasarkan *variance decomposition* di atas dapat disimpulkan bahwa variabel JII dipengaruhi oleh variabel itu sendiri dari periode pertama sampai periode ke-10. Pengaruh variabel lain seperti M2, kurs dan suku bunga SBI tidak memberikan pengaruh yang signifikan sampai periode kesepuluh karena nilainya di bawah 10%.

Fenomena ini menunjukkan bahwa pasar modal syariah yang di-*proxy*-kan oleh JII lebih stabil oleh pengaruh guncangan variabel makro. Daya tahan pasar modal syariah terhadap krisis seharusnya semakin meyakinkan pemerintah dan pelaku pasar untuk ikut terlibat mengembangkan instrumen syariah. Ini dapat menjadi catatan bagi *stakeholder* pasar modal untuk lebih memerhatikan lagi dan memperkuat eksistensi dan peran pasar modal yang berbasiskan syariah

seperti JII dalam pasar modal nasional, sehingga pasar modal syariah dapat memberikan kontribusi yang signifikan dalam perkembangan dan pertumbuhan ekonomi, khususnya dalam sektor keuangan. []

Pustaka Acuan

- Achsein, I.H., *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portfolio Syariah*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 2000.
- Baroroh, Utami, *Analisis Pola Dampak Dinamis return Saham Akibat Guncangan (Shock) pada Variabel Makro Ekonomi Indonesia*, Jakarta: Jurnal Esensi Vol 2 FEB UIN, 2011.
- Huda, N & Nasution, M.E., *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*, Jakarta: Kencana Prenada n Media Group, 2008.
- Humpe, Andreas & MacMillan, Peter, *Can Macroeconomic Variabels Explain Long Term Stock Market Movements? A Comparison of the US and Japan*, CDMA Working Paper No. 07/20. University of Saint Andrews, 2007.
- Karim, A., *Ekonomi Makro Islami*, Jakarta: Rajawali Pers, 2007.
- Mannan, M.A., *Understanding Islamic Finance: A Study of the Security Market in an Islamic Framework*, Research Paper, Jeddah: Islamic Research and Training Institute of IDB, 1993.
- Manurung, Adler Haymans, *Pengaruh Variabel Makro, Investor Asing, Bursa yang Telah Maju Terhadap Indeks BEJ*, Jakarta: Tesis Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Indonesia, 1996.
- Metwally, *Teori dan Praktik Ekonomi Islam*, Jakarta: Bangkita Daya Insani, 1995.
- Muslich, M., *Manajemen Risiko Operasional, Teori dan Praktik*, Jakarta: PT. Bumi Aksara, 2007.
- Nachrowi, N.D & Usman, H., *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*, Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, 2006.
- Nasution, Mustafa Edwin dan Usman, Hardius, *Proses Penelitian Kuantitatif*, Jakarta: LP-FEU, 2007.
- Rivai, Veitzhal, *Islamic Financial Management*, Jakarta: Ghalia Indonesia, 2010.
- Sudarsono, H., *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi*, Yogyakarta: Ekonisia Kampus FE UII, 2003.
- Tandelilin, E., *Analisis Investasi & Manajemen Portofolio*, Yogyakarta: BPFE, 2001.